

公司研究

NBV 同比高增，盈利增幅走阔

——新华保险（601336.SH、1336.HK）2025 年半年报点评

A 股：买入（维持）

当前价：68.24 元人民币

H 股：买入（维持）

当前价：48.14 港币

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebsecn.com

分析师：黄怡婷

执业证书编号：S0930524070003

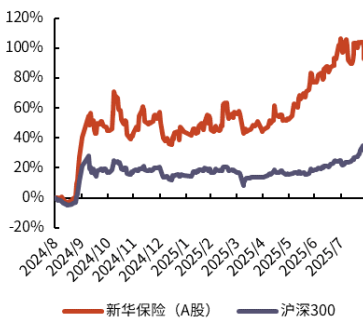
010-57378023

huangyiting@ebsecn.com

市场数据（A 股）

总股本(亿股)	31.20
总市值(亿元)	2128.78
一年最低/最高(元)	31.02/71.16
近3月换手率	95.1%

股价相对走势（A 股）



收益表现（A 股）

%	1M	3M	1Y
相对	-5.3	22.8	99.0
绝对	3.1	39.9	136.2

资料来源：Wind

相关研报

新单快速增长，NBV 同比高增——新华保险（601336.SH、1336.HK）2025 年一季报点评（2025-04-30）

盈利同比大幅增长，分红比例稳于 30%——新华保险（601336.SH、1336.HK）2024 年年报点评（2025-03-28）

NBV 延续高增，盈利同比翻倍——新华保险（601336.SH、1336.HK）2024 年三季报点评（2024-10-31）

要点

事件：

2025 年上半年，新华保险营业收入 700.4 亿元，同比+26.0%；保险服务收入 247.5 亿元，同比+5.7%；归母净利润 148.0 亿元，同比+33.5%；归母加权平均净资产收益率 15.9%，同比+4.7pct；新业务价值 61.8 亿元，同比+58.4%；内含价值 2793.9 亿元，较年初+8.1%；年化净投资收益率 3.0%，同比-0.2pct；年化总投资收益率 5.9%，同比+1.1pct；年化综合投资收益率 6.3%，同比-0.2pct；拟派发中期股息每股 0.67 元，同比+24.1%。

点评：

队伍质态持续提升，个险新单延续较快增长。公司持续深化营销队伍转型，25H1 末全渠道营销员规模（代理制）人数 14.5 万人，与年初基本持平；推动规模人力企稳回升的同时，公司队伍质态持续提升，上半年月均绩优人力 1.79 万人，月均绩优率 13.3%，同比有所提升；月均万 C 人力 0.43 万人，万 C 人力占比 3.2%，同比持平；月均人均综合产能 1.67 万元，同比+74%，带动队伍收入显著增长。同时公司大力推动长年期业务转型，上半年个险渠道实现长险首年保费 145.1 亿元，同比+70.8%，其中 25Q1/Q2 单季分别同比+131.5%/-24.6%，增速边际下滑预计主要受业务结构转型影响；其中长险首年期交保费同比增长 72.5%至 142.5 亿元，其中 25Q1/Q2 单季分别同比+133.4%/-25.6%，期交保费占长险首年保费比例 98.2%，同比+0.9pct。

银保新单同比高增，业务品质持续改善。2025 年上半年，公司扩大优质银行覆盖范围，银保渠道实现长险首年保费 249.4 亿元，同比+150.3%，其中 25Q1/Q2 单季分别同比+168.2%/+127.2%；期交首年保费同比增长 55.4%至 111.0 亿元，其中 25Q1/Q2 单季分别同比+94.5%/+10.7%。银保与个险业务快速增长共同推动上半年公司总新单同比增长 100.5%至 424.3 亿元，表现亮眼。其中，期交首年保费同比增长 64.9%至 255.3 亿元，但十年期及以上期交新单同比下滑 39.8%至 12.3 亿元，占长险首年保费比例同比下滑 7.9pct 至 3.1%。此外，上半年公司退保率同比微降 0.1pct 至 0.8%，个人寿险业务 13 个月/25 个月继续率分别同比+1.2pct/+6.9pct，业务品质持续改善。

新业务价值同比增长 58.4%，银保贡献率显著提升。受益于新单快速增长，上半年公司新业务价值同比大幅增长 58.4%至 61.8 亿元（非可比，可比口径下增速将更高，后同）。其中，个险渠道 NBV 同比增长 11.7%至 31.1 亿元；银保渠道 NBV 同比增长 137.1%至 32.7 亿元，贡献率同比大幅提升 17.5pct 至 52.8%。

总投资收益率提升推动归母净利润同比增长 33.5%。截至 25Q2 末，公司总投资资产规模 1.7 万亿元，较年初+5.1%，其中股票资产（不含优先股，后同）规模占比 11.1%，较年初+0.6pct；股票资产中，OCI 股票占比较年初提升 1.9pct 至 19.8%。上半年公司年化净投资收益率/总投资收益率/综合投资收益率分别为 3.0%/5.9%/6.3%，分别同比变动-0.2pct/+1.1pct/-0.2pct；受益于总投资收益同比提升 43.3%至 452.9 亿元，上半年公司实现归母净利润 148.0 亿元，同比+33.5%，增幅较 Q1 走阔 14.5pct，其中 25Q1/Q2 单季分别同比+19.0%/+45.2%。

盈利预测与评级：公司深入推进个险渠道转型，通过“XIN一代”战略性人才队伍建设项目推动营销团队向专业化、职业化转型，构建长期高效的销售管理体系；同时积极构建银保合作新生态，丰富产品供给，聚焦期交规模，提升银保渠道价值贡献能力。目前，公司已形成“康养综合社区+照护医养社区+休闲旅居社区+健康管理中心”的全功能康养服务体系，预计未来随着公司康养产业与寿险业务的协同发展，保障型产品销售有望回暖，推动业务结构进一步优化；叠加队伍质态持续改善及银保合作不断深化，全年 NBV 在高基数下仍有望延续较好增长态势。结合上半年业绩表现，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 274/322/343 亿元（前值 220/275/306 亿元）。目前 A/H 股价对应公司 25 年 PEV 分别为 0.79/0.52，维持 A/H 股“买入”评级。

风险提示：经济复苏不及预期；权益市场大幅波动；长端利率超预期下行。

公司盈利预测与估值简表

财务简表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	715	1,326	1,329	1,402	1,481
营业收入增长率%	-33.78%	85.27%	0.29%	5.48%	5.58%
净利润 (亿元)	87	262	274	322	343
净利润增长率%	-59.48%	201.07%	4.5%	17.58%	6.61%
EPS (元)	2.79	8.41	8.78	10.33	11.01
EVPS (元)	80.29	82.84	86.53	92.96	100.03
P/E (A)	24.44	8.12	7.77	6.61	6.20
P/B (A)	2.03	2.21	2.10	1.92	1.75
P/EVPS (A)	0.85	0.82	0.79	0.73	0.68
P/E (H)	16.07	5.34	5.11	4.34	4.08
P/B (H)	1.33	1.45	1.38	1.26	1.15
P/EVPS (H)	0.56	0.54	0.52	0.48	0.45

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025 年 8 月 29 日；HKD/CNY=0.932

财务报表与盈利预测

利润表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
保险服务收入	480	478	510	545	583
利息收入	323	319	351	362	372
投资收益	-38	163	245	257	270
公允价值变动损益	-61	354	213	228	243
汇兑收益	1	1	1	1	1
其他收益	1	0	0	0	0
其他业务收入	10	10	10	10	11
营业收入	715	1,326	1,329	1,402	1,481
保险服务费用	-333	-316	-303	-312	-322
承保财务损失	-268	-612	-624	-655	-688
业务及管理费	-24	-31	-32	-34	-35
营业支出	-660	-1,043	-1,035	-1,089	-1,146
营业利润	55	282	295	314	334
利润总额	55	281	294	313	334
所得税费用	32	-19	-20	9	10
归属于母公司股东的净利润	87	262	274	322	343
少数股东损益	0	0	0	0	0

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	218	385	331	363	396
买入返售金融资产	53	54	60	65	71
定期存款	2,560	2,825	2,982	3,264	3,560
交易性金融资产	3,802	4,859	5,340	5,844	6,374
债权投资	3,131	2,749	3,021	3,306	3,606
其他债权投资	3,473	4,704	5,169	5,657	6,170
其他权益工具投资	54	306	337	369	402
长期股权投资	52	302	332	364	397
其他资产	690	739	805	881	968
资产总计	14,033	16,923	18,377	20,114	21,944
卖出回购金融资产款	1,070	1,716	1,867	2,043	2,229
应付手续费及佣金	16	18	19	21	23
应付职工薪酬	39	53	58	63	69
保险合同负债	11,465	13,661	14,861	16,266	17,743
应付债券	203	304	331	362	395
其他负债	189	209	227	249	271
负债合计	12,982	15,960	17,363	19,004	20,730
股本	31	31	31	31	31
归属于母公司股东的股东权益	1,051	962	1,014	1,109	1,214
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1,051	963	1,014	1,109	1,215
负债及股东权益总计	14,033	16,923	18,377	20,114	21,944

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP